

宏观经济数据简评：2010Q1

安信证券宏观研究

投资增长大体稳定 存货调整引人瞩目

高善文¹ 莫倩² 高伟栋³

2010年4月15日

在地方政府投资加速和存货调整的支持下,1季度经济恢复的动量明显增强,并可能会带来2季度经济超预期的增长。但综合考察目前电力、交通运输、钢铁等行业的产能利用率情况,我们相信目前经济过热的风险并不大,下半年的经济增速将逐步放缓,其中,4季度的经济增长甚至会回落至9%附近的水平。

从通胀情况来看,1季度的通货膨胀压力有所显现,但仍处在可以接受的水平上。此外,信贷投放基本落在宏观调控的目标区间内,虽较去年同期大幅下降,但从各方面证据来看,近期流动性水平尚可,这在一定程度上可能与人民币升值预期相关的热钱流入有关。宏观调控政策的不确定性较年初有所下降,可能也对资本市场产生了积极作用。以下是具体的数据评论:

1季度经济增速高达11.9%,引发了部分市场参与者对经济过热的担忧。近期大宗商品价格的上涨,相对较高的通货膨胀,以及3月份出现久违的贸易逆差局

¹ S1450209100292

² S1450210010312

³ S1450109092625

面也被视为经济过热的征兆。

但传统意义上的经济过热并没有广泛地出现。例如，电力行业、运输业并未出现全面紧张，钢铁、化工、建材等行业也没有出现明显的供不应求的情况。周期性的经济过热在整个经济领域体现的并不明显。

那么一个很自然的问题是，支持经济加速的力量又来自何方呢？可以维持吗？

从支出法角度来看，尽管在全球经济特别是美国经济超预期的恢复下，中国出口增长出现了一定的恢复，但从其恢复的力度来看，出口对经济的拉动作用应该仍较为有限。

在民工荒的背景下，看起来一般性消费（如服装、日用品、金银珠宝等）增长在加速，但受制于建筑及装潢材料、汽车等相关产品消费的减速，总体上来说 1 季度消费增长呈现稳中有降的局面。

1 季度的投资增长小幅加速，但可能部分来自于统计模式的影响。投资细项数据显示，私人部门投资需求恢复力度仍较弱，而政府部门的投资和新开工项目的增长甚至出现了一定的下降；投资的加速主要来自于房地产开发投资明显上升，但这可能主要来自于去年同期较低的基数，剔除这一因素的影响后，目前房地产投资和新开工面积的恢复情况要略低于历史平均水平。

在此背景下，我们猜测支持 1 季度中国经济加速的力量主要来自于两个层面：补充存货的需求，以及地方政府投资的加速。

从生产法和支出法的背离来看，我们粗略的估算显示，1 季度中国库存对经济增长的正面影响可能在 1-2 个百分点左右。这与微观行业层面的发展也是一致

的，例如，3 月份中国汽车产量出现了显著的加速，然而从汽车分析员的反馈来看，这看起来更多来自于汽车经销商补充库存的行为。类似的情况也发生在钢铁、大宗商品等领域，其在 1 季度存货上升的速度也比较快。

尽管总量层面的投资恢复情况仍不明显，然而零碎的证据似乎暗示部分地区的地方政府投资出现了较明显的加速，如重庆、武汉等地，并对重卡、工程机械、建材、铝等行业的需求带来一定的支持。需要说明的是，我们猜测这一现象很可能是地方政府融资平台关闭前最后的盛宴，应该难以维持。

或者退一步说，如果果真如部分市场参与者担心的，中国经济可能由于地方政府投资的加速带来过热，那么恰当的宏观经济对策将是加快财政刺激政策的退出和地方融资平台的清理；而通过汇率、利率和总量的信贷控制等手段来调控可能至多是辅助性的。

如果我们上面的猜测是正确的，考虑到实体经济的调整相对较粘，环比意义上的经济加速局面可能仍会延续一段时间；但随后会呈现逐步放缓的局面，因为地方政府投资热潮会随着财政刺激政策的有序退出而快速降温，剧烈的存货调整从国内外经验来看也很少超过两个季度。

1 季度的通货膨胀仍处于可以接受的范围内。对于全年的通胀趋势，我们仍维持“中间高，两端低”的判断，但中间的高点可能不会有想象的那样高，两端的低点也不会太低。这部分因为目前猪肉市场最近出现了过度调整的局面，部分因为目前企业对劳动力和大宗商品等因素带来的成本上升压力仍有一定吸收、容忍的空间。当这一空间消失，并出现了合适的催化剂时，通胀可能会集中爆发。

而这可能要在一年半甚至更长的时间之后。这方面的具体分析请留意我们明天即将发出的报告。

在流动性层面，1 季度信贷投放基本落在调控目标区间内。值得注意的是中长期贷款在 1 季度增长相对较高，在此背景下，3 年期央票重启可能与此不无关系。此外，与人民币升值预期相适应的较大规模的热钱流入、政策不确定性的下降可能也对资本市场起到了积极贡献。在此背景下，股市、房地产市场和彩金币市场在 3 月以来出现了一波上涨局面，其趋势值得关注。

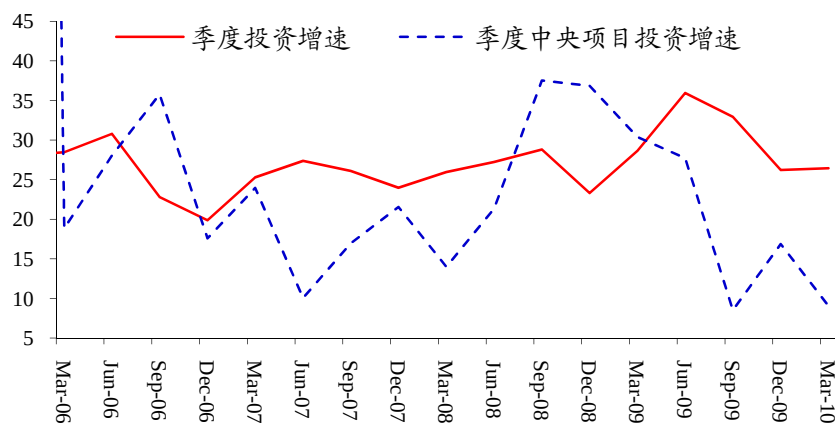
最后需要指出的是，尽管目前经济过热的征兆并不明显，然而一些严峻的结构性问题正在陆续浮现，这些问题包括低端劳动力的紧张，和大宗商品供应能力的限制。这些长周期问题无法用短期的宏观调控措施来解决。这些问题的解决可能需要经济增长率的下降和增长方式的转变，或出现比较高的通货膨胀率。我们猜测这一转变可能会以经济危机的形式来完成。

表 1: 中国宏观经济数据速览

季度同比增速 (%)	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
GDP 增速	11.9	10.7	9.1	7.9	6.2
城镇固定资产投资	26.4	24.8	32.9	35.9	28.6
消费	17.9	16.6	15.4	15.0	15.0
出口	28.7	0.2	(20.3)	(23.4)	(19.7)
进口	64.7	22.3	(12.0)	(20.2)	(30.8)
CPI (月均)	2.2	0.7	(1.3)	(1.5)	(0.6)
PPI (月均)	5.2	(2.1)	(7.7)	(7.2)	(4.6)

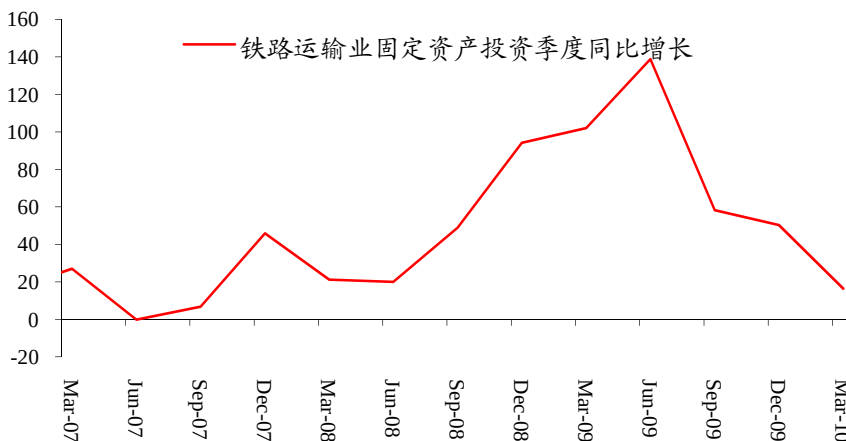
来源: CEIC, 安信证券

图1: 中央项目投资增长趋缓 (单位: %)



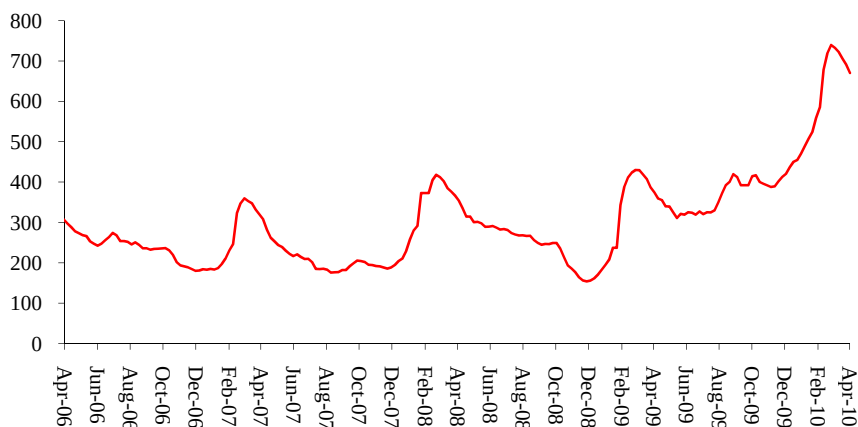
数据来源: CEIC, 安信证券

图2: 铁路运输业投资增速大幅回落 (%)



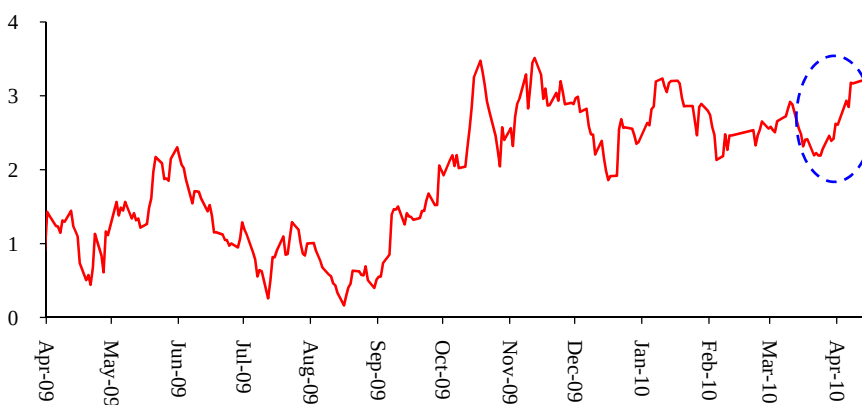
数据来源: CEIC, 安信证券

图3: 螺纹钢社会库存年初以来猛烈上升(万吨)



数据来源: Wind, 安信证券

图4: 近期人民币升值预期强烈: 1年期人民币 NDF 隐含升值预期(%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn